

证券研究报告  
农化制品  
2022年08月21日



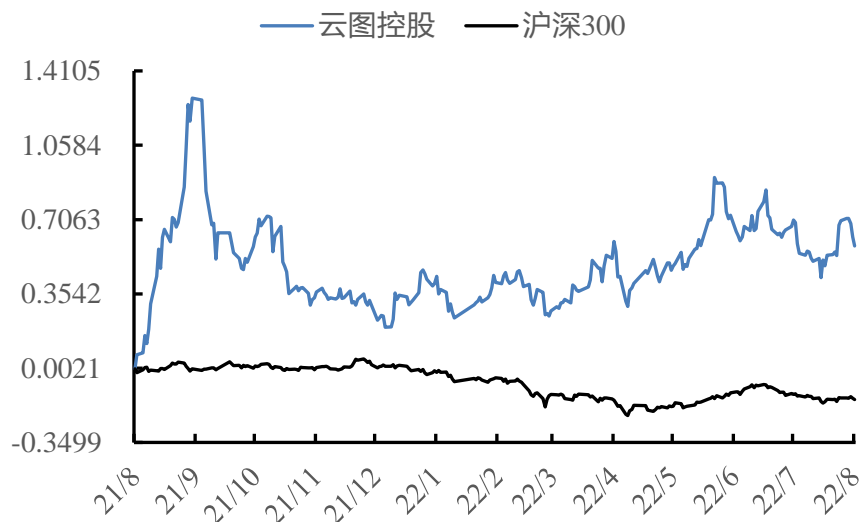
# 云图控股（002539.SZ）2022年中报点评： 业绩持续稳定增长，在建项目有序推进

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)	董伯骏(证券分析师)
S0350521080004	S0350521080009
liy103@ghzq.com.cn	dongbj@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2022/08/19

表现	1M	3M	12M
云图控股	-7.2%	6.4%	58.1%
沪深300	-2.8%	3.8%	-14.6%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14898	19441	21380	25043
增长率(%)	63	30	10	17
归母净利润 (百万元)	1232	1854	2231	2673
增长率(%)	147	51	20	20
摊薄每股收益 (元)	1.23	1.84	2.21	2.65
ROE(%)	27	29	26	24
P/E	10.79	8.28	6.88	5.74
P/B	2.99	2.42	1.79	1.37
P/S	0.90	0.79	0.72	0.61
EV/EBITDA	6.43	5.50	4.33	3.25

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——云图控股 (002539) 事件点评: 一季度业绩稳步增长, 新能源项目持续推进 (买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2022-04-29

《营收利润创历史新高, 产业一体化协同优势持续增强 (买入)\*化学制品\*董伯骏, 李永磊》——2022-04-15

《——云图控股 (002539) 事件点评: 定增25亿, 新能源布局持续推进 (买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2022-01-17

《——云图控股 (002539) 事件点评: 补齐一体化短板, 新能源布局持续推进 (买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2021-12-29

《——云图控股 (002539) 事件点评: 盈利持续创新高, 加速新能源赛道布局 (买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2021-10-30

**事件：**2022年8月19日，云图控股发布2022年中报：实现营业收入111.39亿元，同比增加83.07%；实现归属于上市公司股东的净利润9.88亿元，同比增加144.86%；加权平均净资产收益率为20.25%，同比增加8.85个百分点。销售毛利率16.60%，同比减少2.20个百分点；销售净利率8.97%，同比增加2.22个百分点。

其中，2022年Q2实现营收56.21亿元，同比增加79.34%，环比增加1.87%；实现归母净利润5.23亿元，同比增加134.55%，环比增加12.47%；加权平均净资产收益率为10.32%，同比增加4.19个百分点，环比增加0.49个百分点。销售毛利率17.32%，同比减少2.24个百分点，环比增加1.46个百分点；销售净利率9.43%，同比增加2.24个百分点，环比增加0.92个百分点。

**点评：**

## 主要产品景气提升，业绩持续稳定增长

2022年H1，公司实现营业收入111.39亿元，同比增加83.07%；实现归母净利润9.88亿元，同比增加144.86%。受益于化肥和磷化工行业高景气，公司复合肥、联碱、黄磷产品下游需求旺盛，销售价格不断上涨，带动公司经营业绩持续增长。据wind数据，2022年上半年，氨基复合肥均价3321元/吨，同比+56.85%；磷酸一铵均价3652元/吨，同比+46.81%；重质纯碱均价2681元/吨，同比+55.48%，据卓创数据，2022年上半年，黄磷均价为35112元/吨，同比+96.73%。公司常规复合肥实现营收30.05亿元，同比+68.07%；新型复合肥实现营收24.30亿元，同比+72.40%；磷化工产品实现营收10.42亿元；同比+84.39%；磷酸一铵实现营收7.17亿元，同比+91.85%；联碱实现营收6.77亿元，同比+43.83%。

公司受到原材料价格上涨影响，公司上半年销售毛利率同比减少2.20个百分点，但是公司持续控费降本，2022H1期间费用率降至7.63%，同比下降4.42个百分点，其中销售费用率为1.30%，同比-0.76个百分点，管理费用率2.61%，同比-2.58个百分点，财务费用率0.51%，同比-1.26个百分点，主要系公司借款利率和票据贴现利率降低，利息支出同比减少，以及美元汇率上升，汇兑收益同比增加所致。

2022年Q2，公司实现营收56.21亿元，同比+79.34%，环比+1.87%；实现归母净利润5.23亿元，同比+134.55%，环比+12.47%。受原材料价格大幅上涨影响，公司一季度毛利率降至15.86%，二季度以来，国内进入用肥旺季，化肥价格持续上涨，公司毛利率环比增加1.46个百分点至17.32%。6月份以来，硫磺、合成氨等原材料价格大幅下降，公司毛利率水平有望持续恢复。

## 复合肥产能持续扩大，夯实主业基础

公司松滋、宜城基地磷酸铁项目将利用副产低浓度磷酸及渣酸联动生产复合肥140万吨（湖北松滋60万吨，湖北宜城80万吨）。2022年上半年，公司松滋基地已有30万吨缓控释复合肥项目建成投产，复合肥年产能增至550万吨。公司立足市场趋势，持续扩充新型复合肥产能，“十四五”期间湖北应城、松滋及宜城基地计划新建300万吨左右的产能。在新冠疫情和地缘政治冲突的背景下，全球粮食安全的重要性进一步凸显，全球肥料需求快速增长，随着减肥增效、土壤修复以及品质农业的推进，国内新型复合肥的市占率和渗透率不断扩大。公司精准把握“减肥增效”趋势，加大绿色高效新品的增量开发，重点研发功能型颗粒磷酸一铵系列、含磷活化剂复合肥系列、含防淋失剂复合肥系列以及含有机质大量元素液体肥系列等新型肥料，并推出含腐植酸有机-无机复混肥系列等土壤修复产品，持续优化复合肥产品结构，为公司市场竞争注入新的动力。

## 重点项目有序建设，节能降耗成效显著

2022年上半年，公司全资子公司应城化工盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目持续推进，其中30万吨轻质碱改重质碱项目已建成投产，形成30万吨轻质碱、30万吨重质碱。随着光伏玻璃产业的快速发展，重碱在纯碱总需求中的占比逐年提升，本次改造完成后，公司可以根据下游需求和轻重碱价格，灵活调节轻重碱的产出比例，进一步提高产能利用率，使生产效益最大化。公司在用电用能上重点下功夫，利用应城基地厂房屋顶，安装光伏发电系统，项目装机容量10MW，投运后年发电量约1000万kWh，将大幅降低公司的用电成本，具有良好的节能效果。目前，项目已进入安装阶段，预计2022年底前可投入使用。

## 取得400万吨磷矿采矿权，成本优势有望增强

2022年8月，公司全资子公司雷波凯瑞公司取得雷波县牛牛寨磷矿北矿区东段磷矿采矿权，生产规模为400万吨/年。雷波凯瑞公司于2011年12月竞拍获得雷波县牛牛寨磷矿北矿区普查探矿权，并于2017年完成了探矿权的分立，将牛牛寨磷矿分为东段磷矿和西段磷矿。根据四川省自然资源厅2019年10月出具的《查明矿产资源储量登记书》，东段磷矿的矿石资源量约为1.8亿吨，矿石平均品位P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 20.7%。东段磷矿的采矿建设工程处于启动阶段，已经取得了开采许可、项目审批、环保审批等前置手续，并全面开展安全设施设计相关工作，着手征地手续、矿井建设前期准备等工作。公司现有复合肥产能550万吨，磷酸一铵产能43万吨，黄磷产能6万吨/年，生产所需磷矿石基本上全部来自于外购。同时公司还分别在湖北荆州和湖北宜城规划建设了35万吨、10万吨磷酸铁及其配套的湿法磷酸、精制磷酸和低品位磷酸联动生产复合肥等项目，对磷矿石的需求将进一步扩大。牛牛寨磷矿北矿区东段磷矿完全达产后，将形成400万吨/年的磷矿石产能，公司磷矿石自给率将得到提升，成本优势有望增强。

## 新能源项目持续推进，产业协同优势显著

公司抓住新能源发展的历史性机遇，依托丰富的磷矿资源储备、一体化产业配套及化肥化工多年的积累，布局磷酸铁及相关上游原料产能，进军新能源材料赛道。公司拟在松滋建设年产35万吨电池级磷酸铁以及配套的30万吨湿法磷酸（折纯）、30万吨精制磷酸、150万吨磷矿选矿、100万吨硫磺制酸、60万吨缓控释复合肥、100万吨磷石膏综合利用和20MW余热发电等项目；拟在宜城建设10万吨电池级磷酸铁、100万吨选矿、20万吨湿法磷酸（折100%P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>）、10万吨精制磷酸（85%H<sub>3</sub>PO<sub>4</sub>）、80万吨硫磺制酸、80万吨缓控释复合肥和100万吨磷石膏综合利用。目前松滋35万吨磷酸铁相关项目已全面启动，预计2023年陆续建成投产；宜城10万吨磷酸铁正在筹建中。公司拥有丰富的磷矿资源储备以及完整的磷化工产业链，能够为磷酸铁项目提供完善的资源配套。两个项目的实施，有利于发挥公司磷化工与复合肥主业的协同效应，通过磷酸分级利用进一步延伸“磷矿—湿法磷酸—磷酸铁”的新能源材料产业链，进一步扩大磷化工、磷肥产业规模，夯实产业链及成本竞争优势，孵化新的利润点的同时，巩固和提升公司复合肥领先地位。

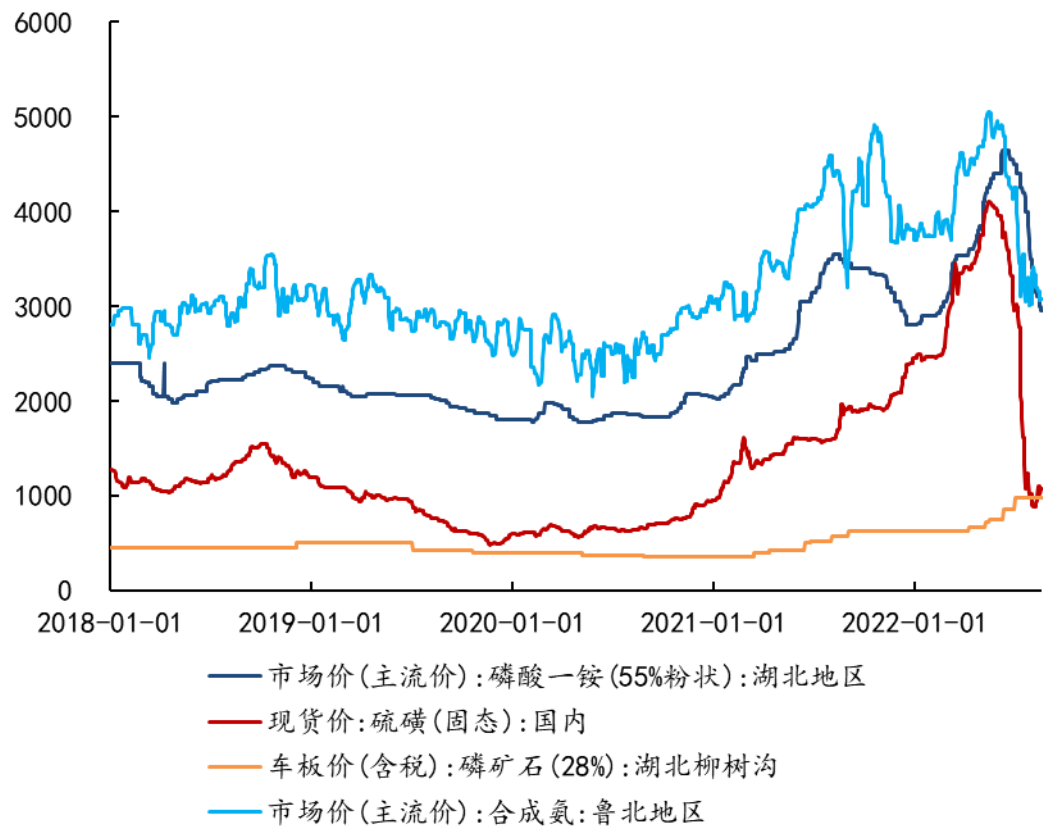
# 业绩持续稳定增长，在建项目有序推进

图表：公司在建项目

项目名称	建设内容	建设地点	投资金额	预计投产时间
雷波矿山开采项目	公司拥有牛牛寨北矿区磷矿探矿权，目前西段磷矿尚处于勘探阶段。东段磷矿查明矿石资源储量1.81亿吨，采矿权生产规模为400万吨/年。	四川雷波县	6.81亿元	未披露
磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目	拟建设年产35万吨电池级磷酸铁以及配套的30万吨湿法磷酸（折纯）、30万吨精制酸、150万吨磷矿选矿、100万吨硫磺制酸、60万吨缓控释复合肥、100万吨磷石膏综合利用和20MW余热发电等项目。	松滋市	45.95亿元	项目分两期建设，一期10万吨/年磷酸铁，预计于2023年3月建成投产；二期25万吨磷酸铁及配套设施，预计于2023年12月建成投产
盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目	新建年产60万吨水溶性复合肥、40万吨缓控释复合肥、70万吨精制盐、20万吨碳酸氢钠（小苏打）、5万吨三聚氰胺；改扩建30万吨两钠、70万吨合成氨；30万吨轻质碱改造为重质碱；	应城市	75亿元	30万吨轻质碱改造为重质碱已投产；总建设周期为36个月
绿色化工循环产业园项目	年产10万吨电池级磷酸铁、100万吨选矿、20万吨湿法磷酸（折100%P2O5）、10万吨精制磷酸（85%H3PO4）、80万吨硫磺制酸、80万吨缓控释复合肥和100万吨磷石膏综合利用	宜城市	21.5亿元	项目建设总周期为36个月

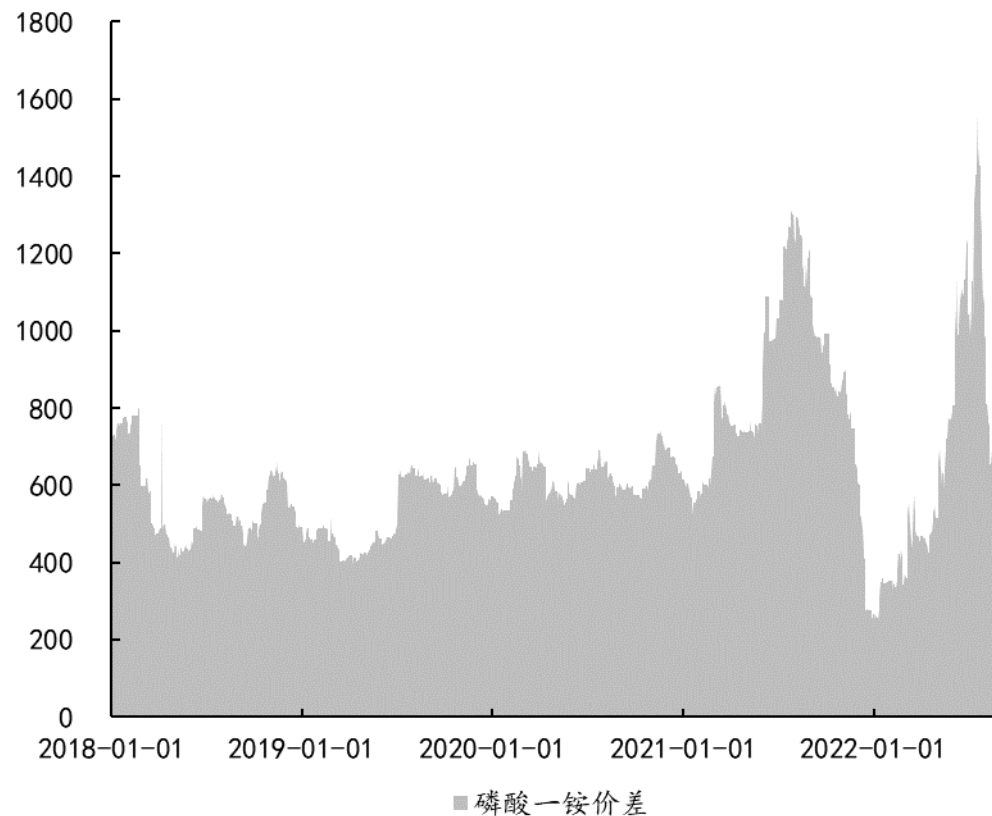
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：磷酸一铵/硫磺/磷矿石/合成氨价格（元/吨）



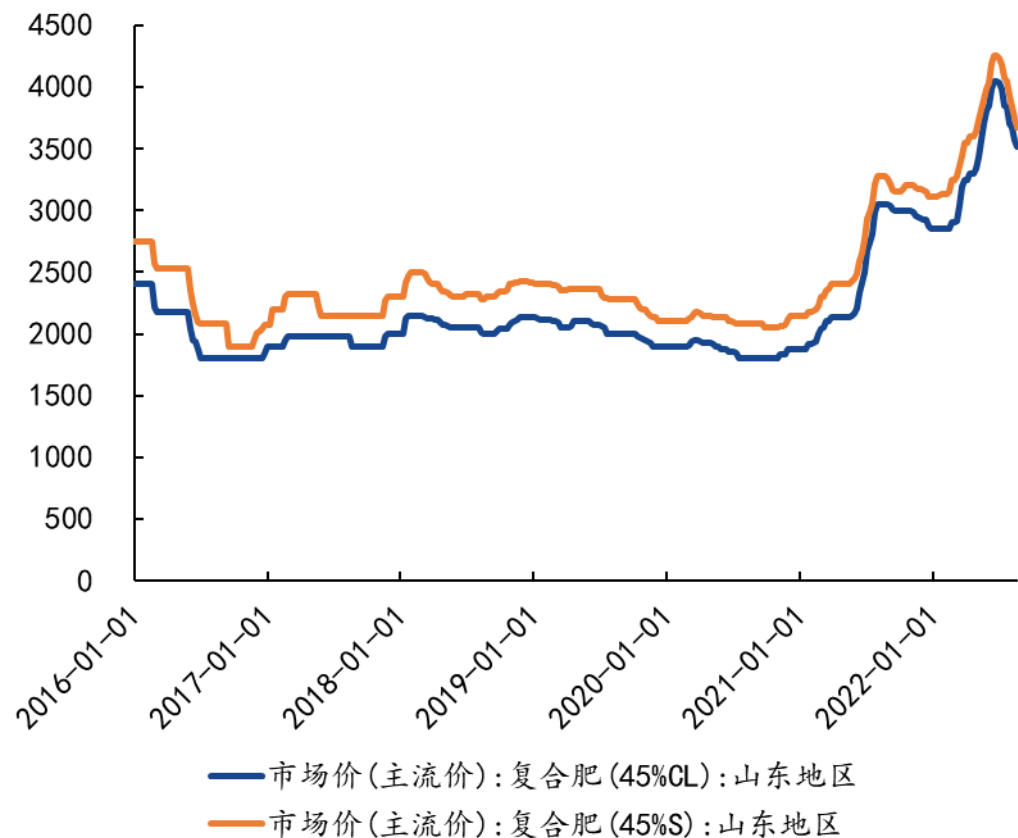
资料来源: wind, 国海证券研究所

图表：磷酸一铵价差（元/吨）



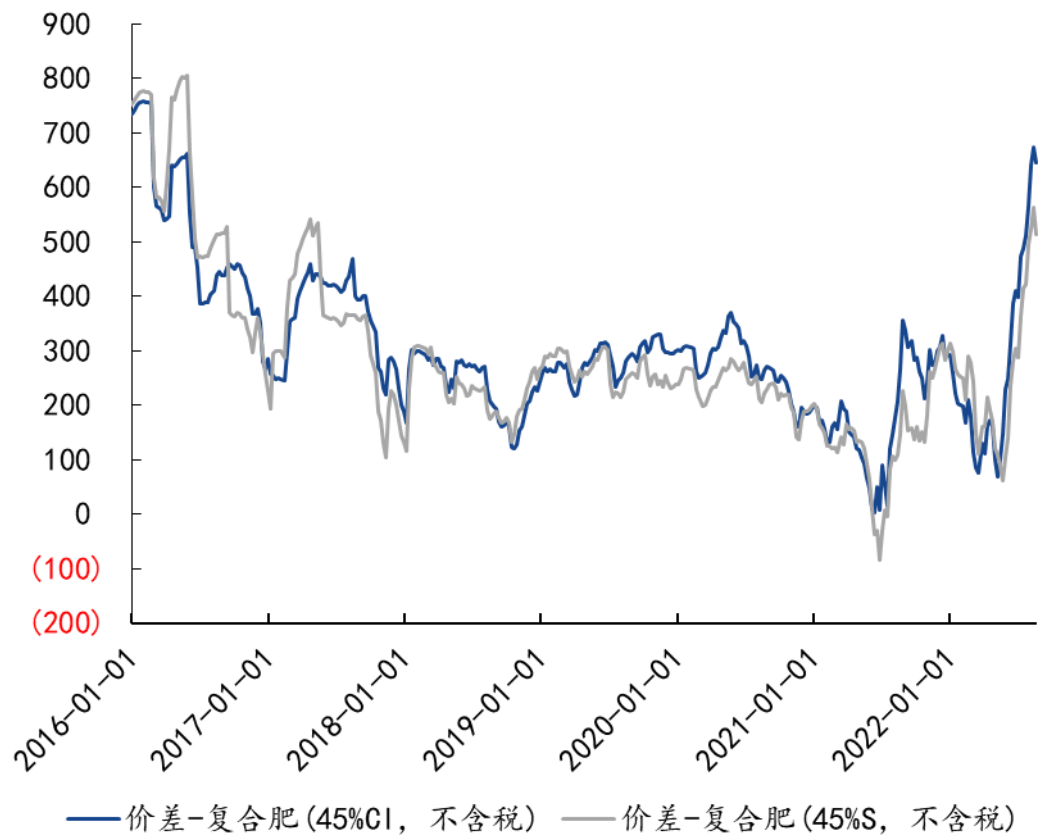
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表：复合肥价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

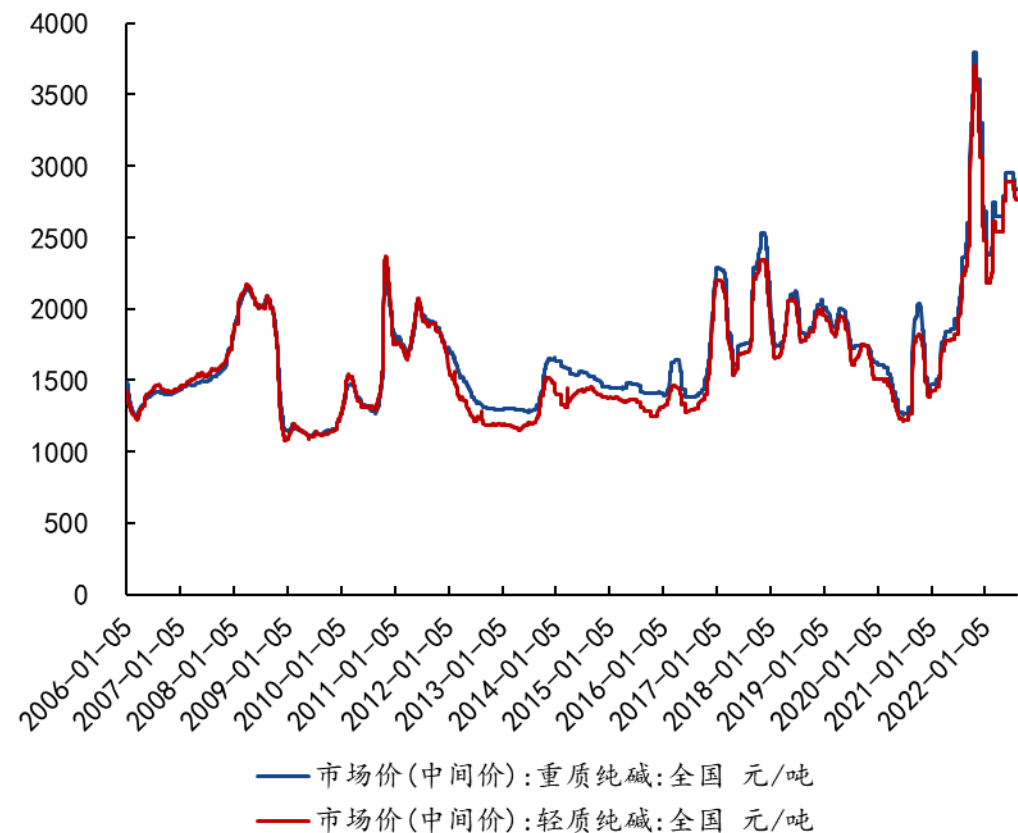
图表：复合肥价差（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

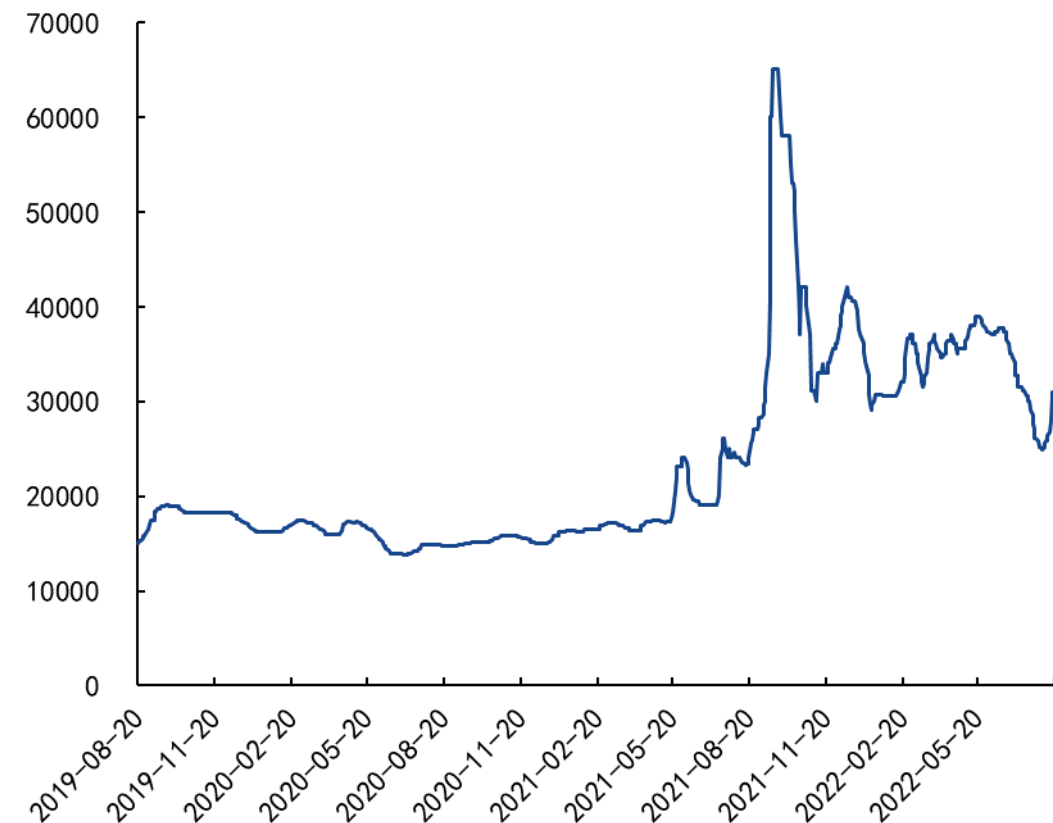


图表：纯碱价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：黄磷价差（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为18.54、22.31、26.73亿元，EPS为1.84、2.21、2.65元/股，对应PE为8、7、6倍，维持“买入”评级。

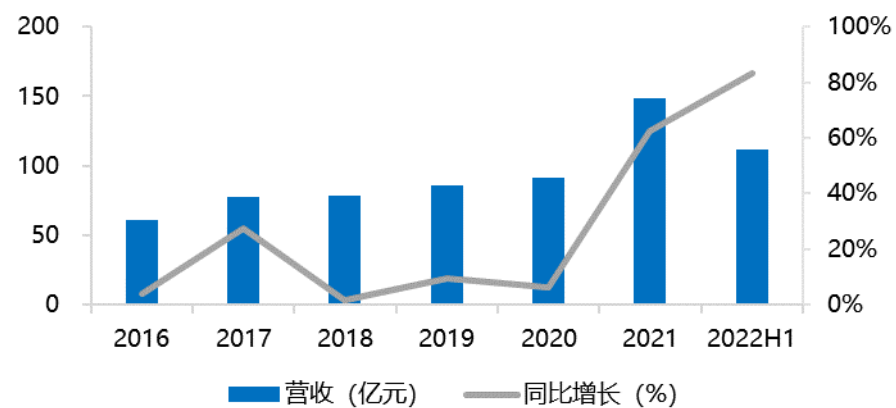
**风险提示：**宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14898	19441	21380	25043
增长率(%)	63	30	10	17
归母净利润（百万元）	1232	1854	2231	2673
增长率(%)	147	51	20	20
摊薄每股收益（元）	1.23	1.84	2.21	2.65
ROE(%)	27	29	26	24
P/E	10.79	8.28	6.88	5.74
P/B	2.99	2.42	1.79	1.37
P/S	0.90	0.79	0.72	0.61
EV/EBITDA	6.43	5.50	4.33	3.25

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

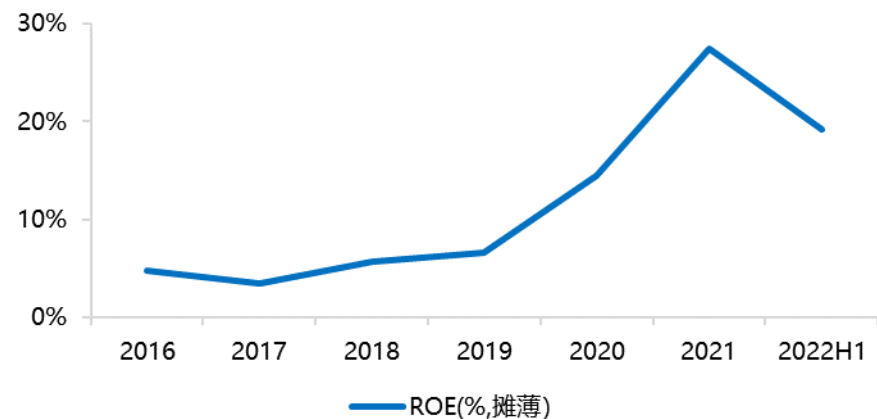
# 2022H1归母净利同增144.86%

图表：2022H1营收上升83.07%



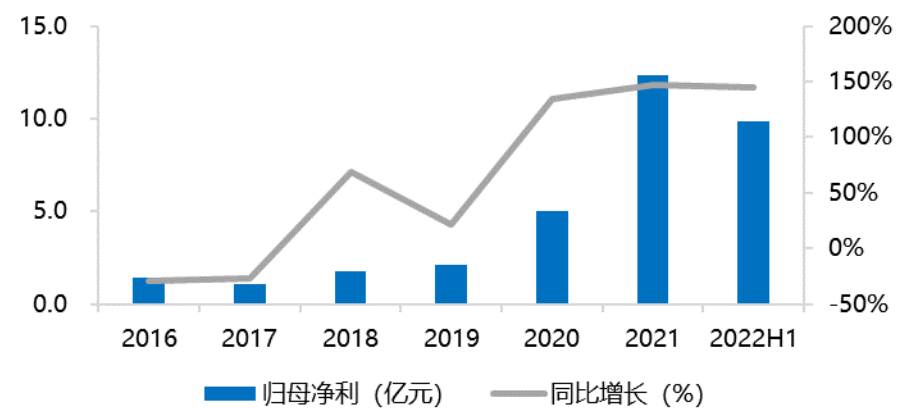
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率



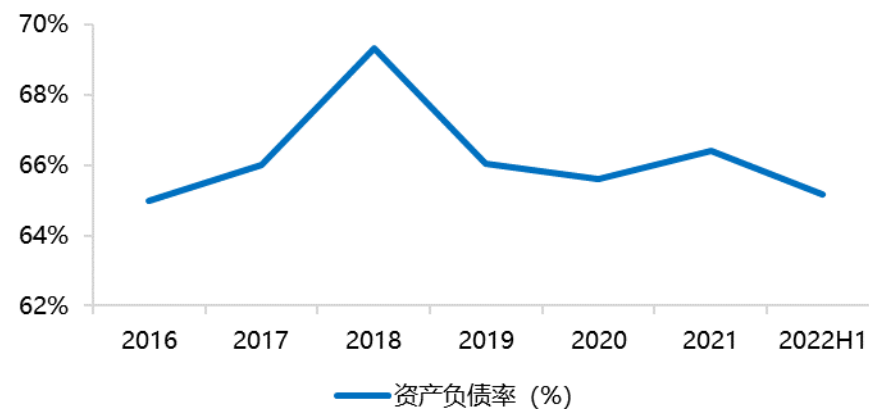
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1归母净利增长144.86%



资料来源：wind，国海证券研究所

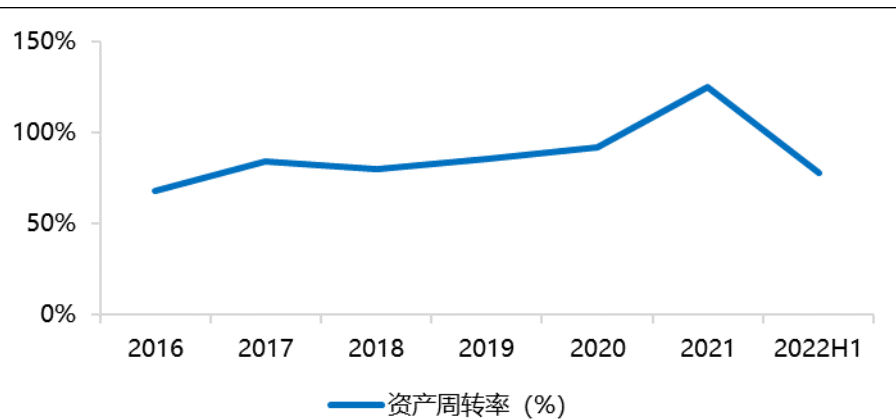
图表：2022H1资产负债率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

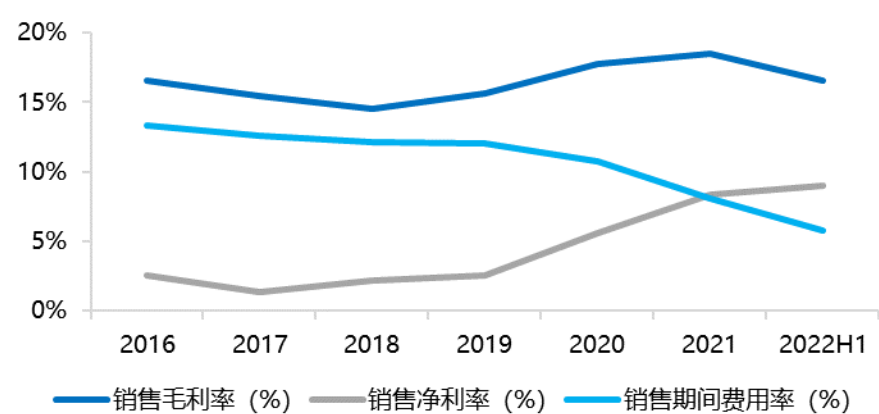
# 2022H1经营活动现金流同比增加39.79%

图表：2022H1资产周转率



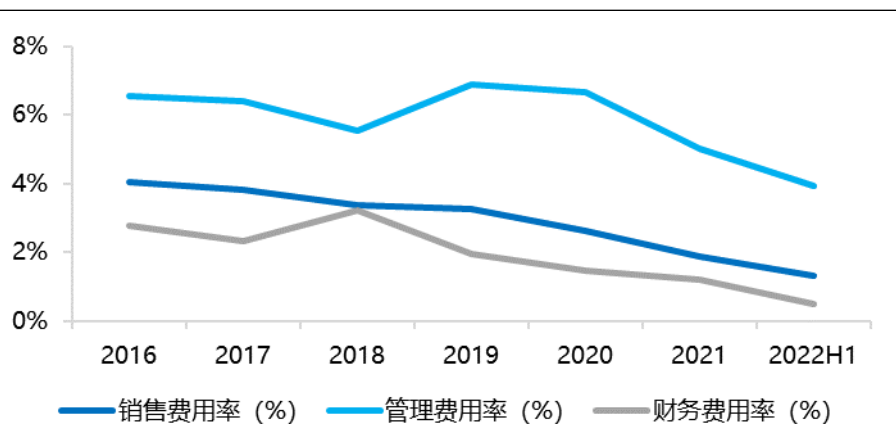
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净利率增加



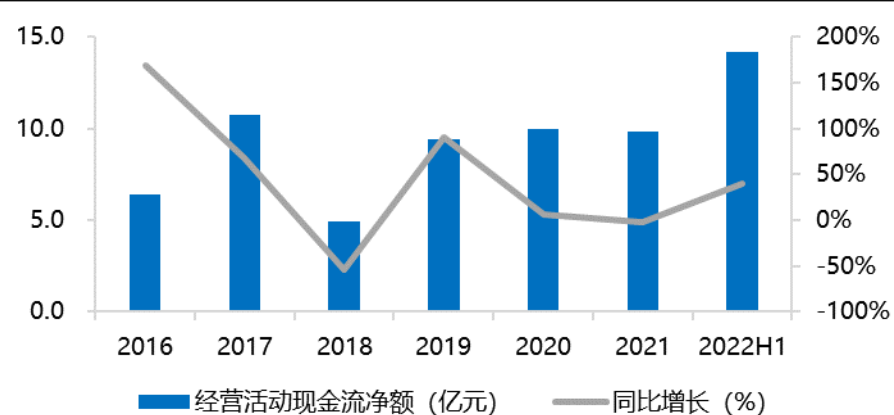
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1期间费用率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

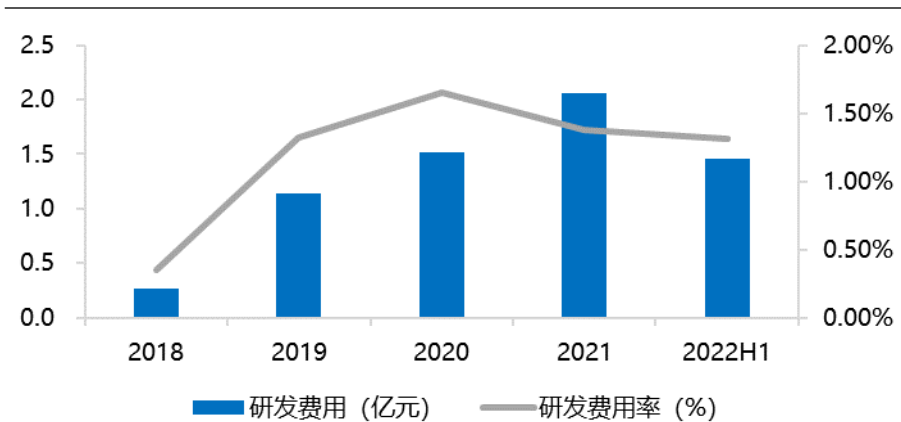
图表：2022H1经营活动现金流同比增加39.79%



资料来源：wind，国海证券研究所

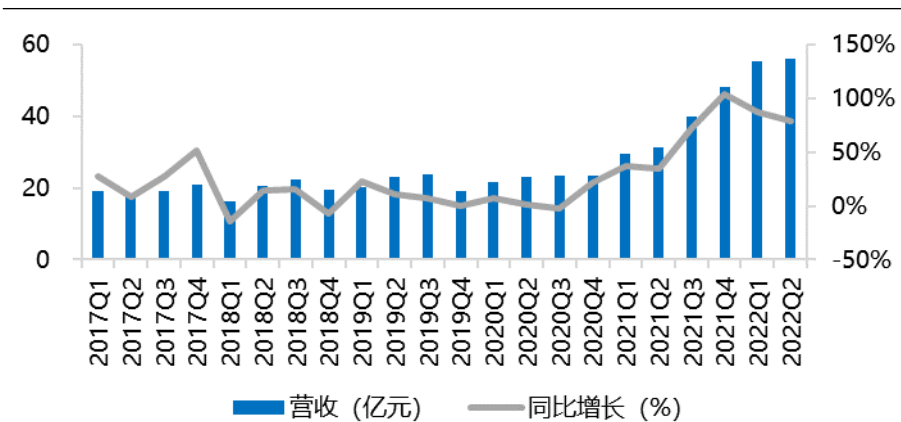
# 2022Q2归母净利润同增134.55%

图表：2022H1研发费用1.46亿元



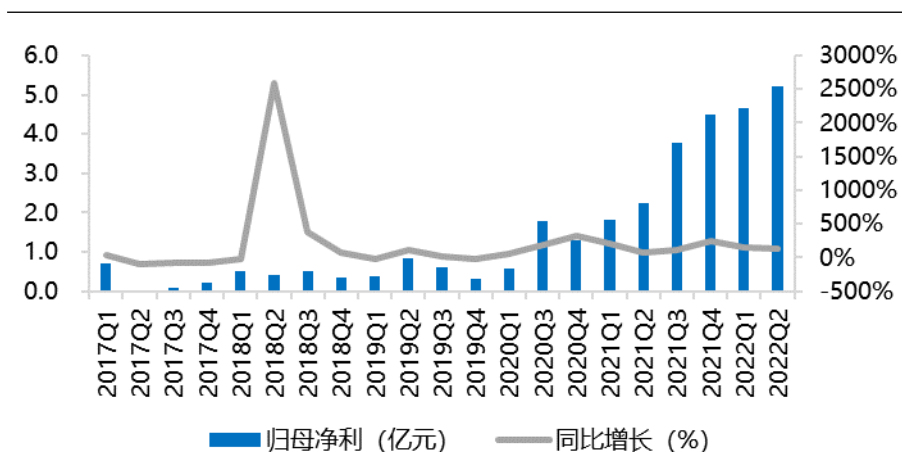
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增79.34%



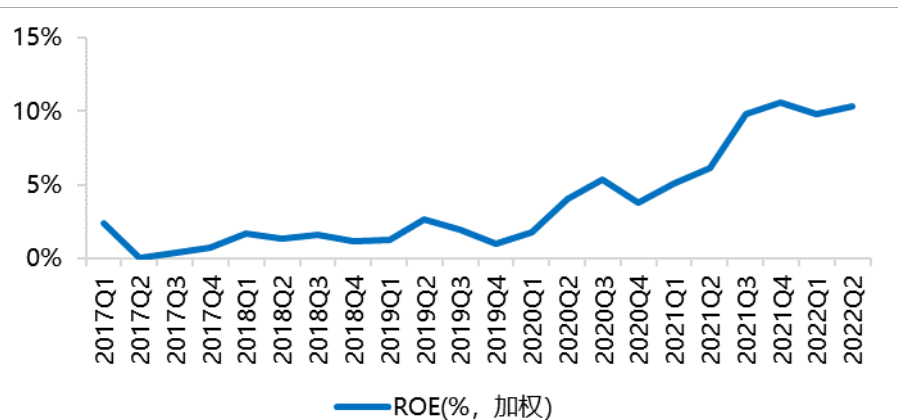
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2归母净利同增134.55%



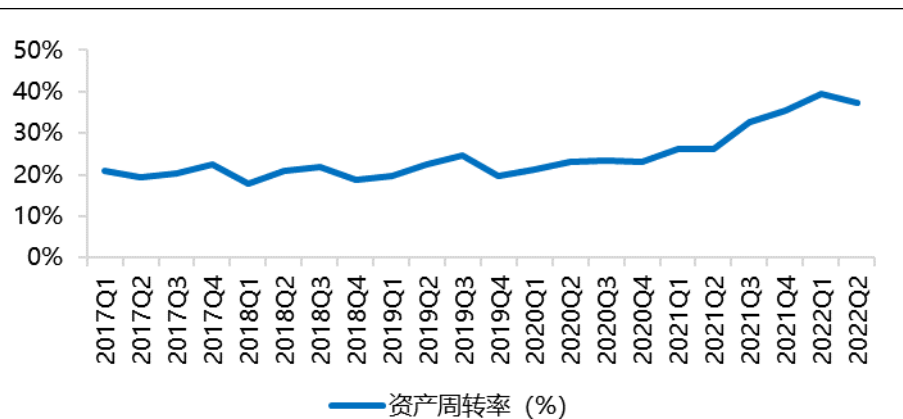
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度净资产收益率



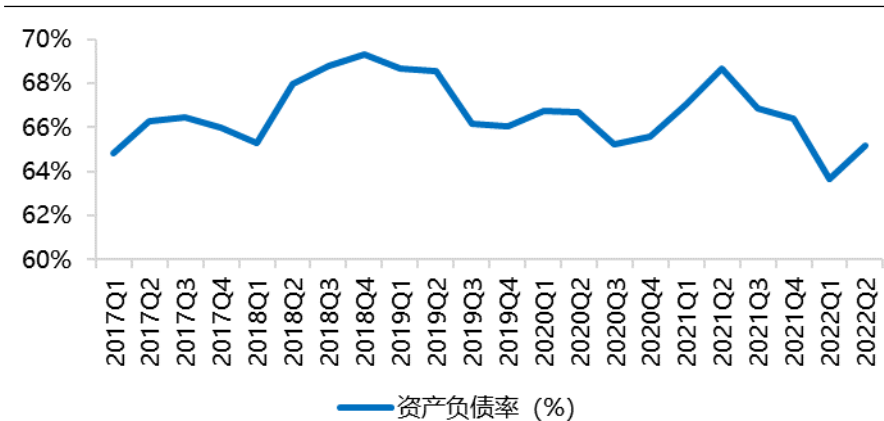
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



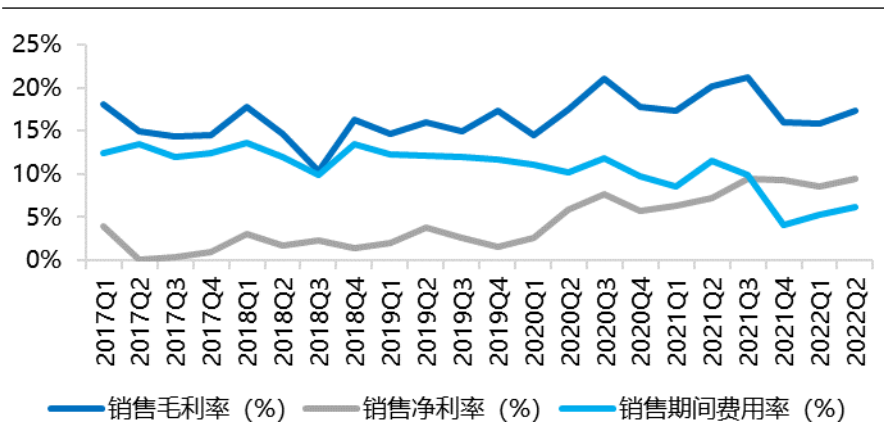
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

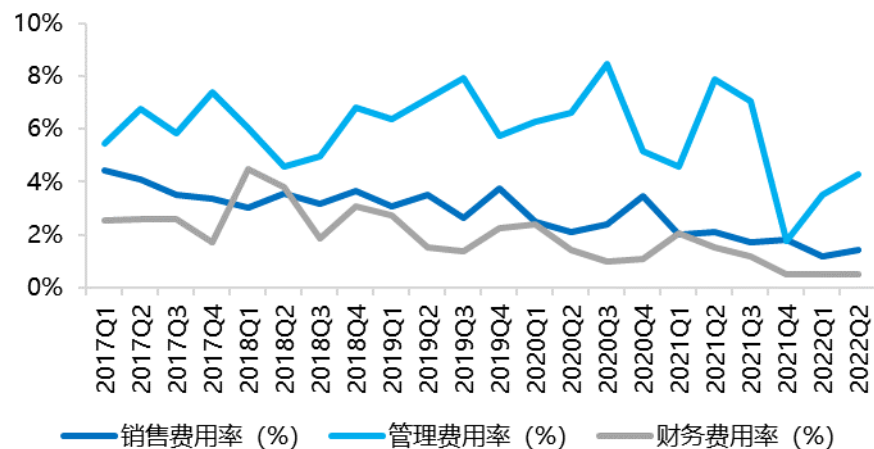
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

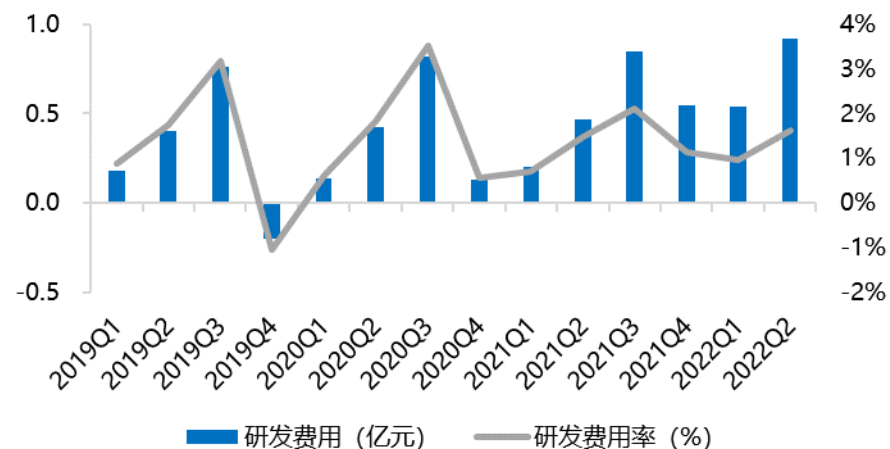
# 二季度期间经营活动现金流增加

图表：2022Q2期间费用率增加



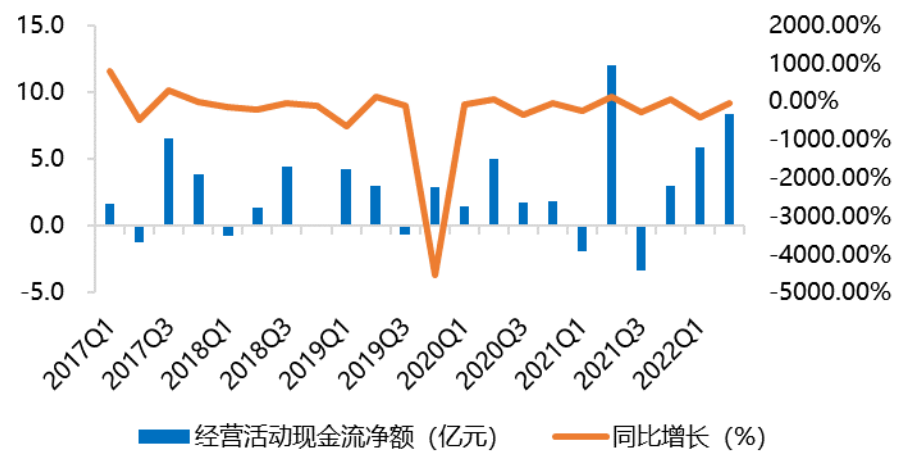
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



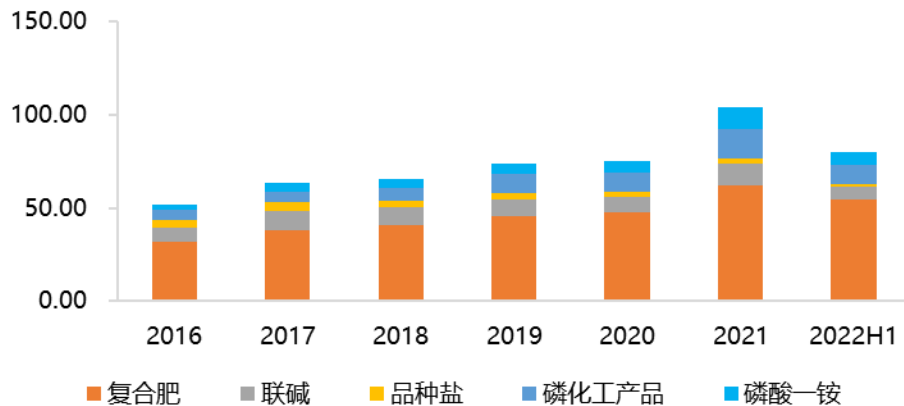
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2经营活动现金流



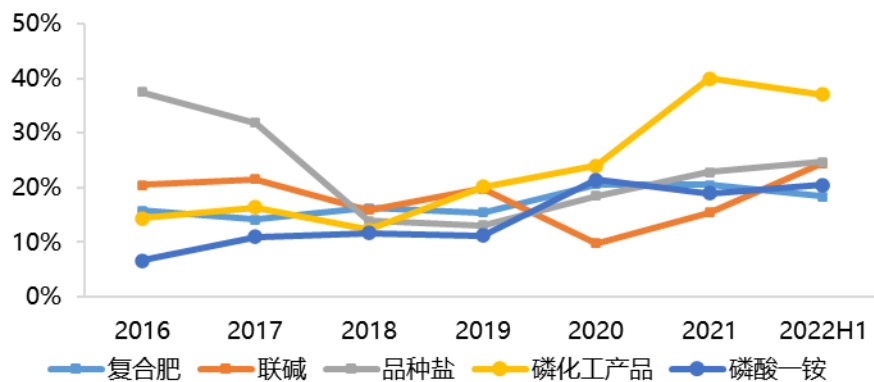
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：分产品营收（亿元）



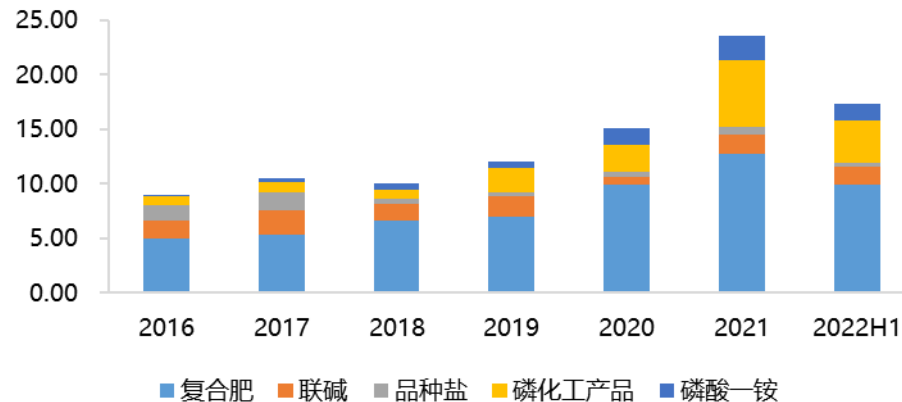
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：分产品毛利率（%）



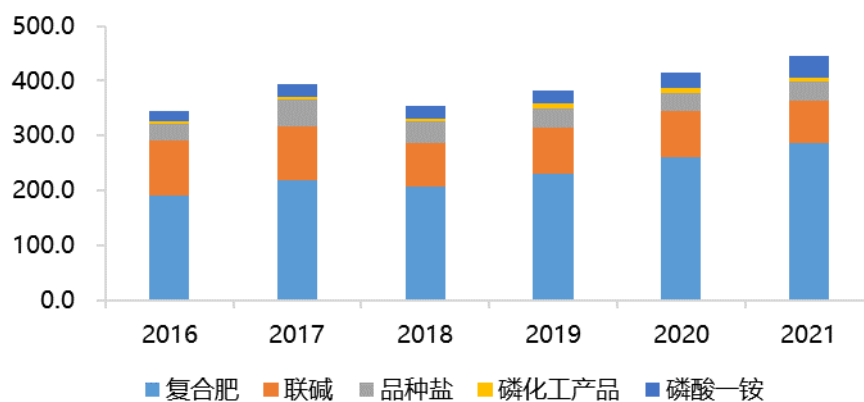
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：分产品毛利（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

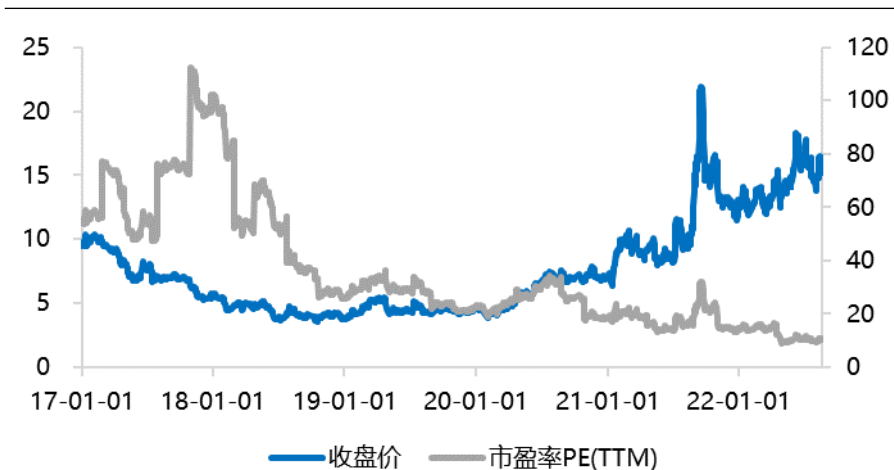
图表：分产品销量（万吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

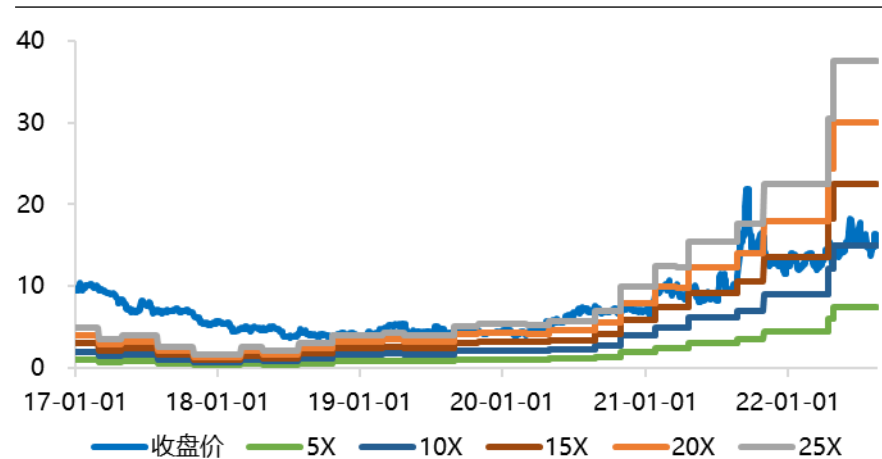


图表：收盘价及PE（TTM）



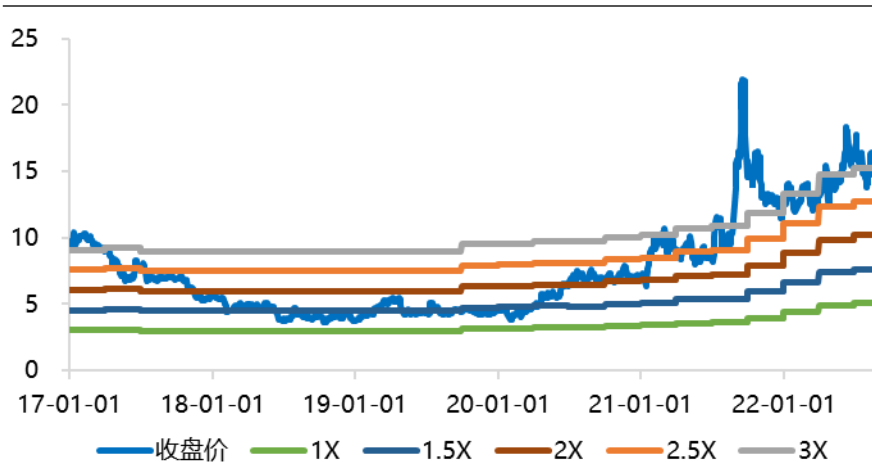
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

# 云图控股盈利预测表

证券代码: 002539		股价: 15.20				投资评级: 买入(维持)				日期: 20220819				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>每股指标与估值</b>					
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1766	500	1982	3881	营业收入	14898	19441	21380	25043	<b>每股指标</b>				
应收款项	405	721	762	869	营业成本	12135	15594	17003	19783	EPS	1.23	1.84	2.21	2.65
存货净额	2728	3564	3889	4511	营业税金及附加	84	109	115	163	BVPS	4.44	6.27	8.48	11.13
其他流动资产	1753	1859	2105	2395	销售费用	281	389	428	501	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6653</b>	<b>6644</b>	<b>8738</b>	<b>11656</b>	管理费用	543	680	748	914	P/E	10.8	8.3	6.9	5.7
固定资产	4261	5422	5958	6528	财务费用	179	172	109	109	P/B	3.0	2.4	1.8	1.4
在建工程	886	1009	1130	1218	其他费用/(-收入)	206	292	331	401	P/S	0.9	0.8	0.7	0.6
无形资产及其他	1745	1895	1976	2065	营业利润	1524	2310	2763	3309	<b>财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期股权投资	30	44	61	79	营业外净收支	-14	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>13575</b>	<b>15014</b>	<b>17863</b>	<b>21546</b>	利润总额	1510	2310	2763	3309	ROE	27%	29%	26%	24%
短期借款	2774	1009	1000	1000	所得税费用	273	427	497	596	毛利率	19%	20%	20%	21%
应付款项	1923	2809	3021	3468	净利润	1237	1882	2265	2713	期间费率	7%	6%	6%	6%
预收帐款	0	248	136	186	少数股东损益	5	28	34	41	销售净利率	8%	10%	10%	11%
其他流动负债	3171	3361	3852	4325	归属于母公司净利润	1232	1854	2231	2673	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>7869</b>	<b>7426</b>	<b>8009</b>	<b>8979</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	收入增长率	63%	30%	10%	17%
长期借款及应付债券	778	778	778	778	经营活动现金流	980	2865	3217	3729	利润增长率	147%	51%	20%	20%
其他长期负债	367	367	367	367	净利润	1232	1882	2265	2713	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>1144</b>	<b>1144</b>	<b>1144</b>	<b>1144</b>	少数股东权益	5	28	34	41	总资产周转率	1.10	1.29	1.20	1.16
<b>负债合计</b>	<b>9013</b>	<b>8570</b>	<b>9154</b>	<b>10123</b>	折旧摊销	754	751	874	968	应收账款周转率	36.74	26.97	28.06	28.81
股本	1010	1010	1010	1010	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	5.46	5.46	5.50	5.55
股东权益	4562	6444	8710	11423	营运资金变动	-1248	66	-20	-50	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13575</b>	<b>15014</b>	<b>17863</b>	<b>21546</b>	投资活动现金流	-904	-2193	-1617	-1721	资产负债率	66%	57%	51%	47%
					资本支出	-540	-2173	-1594	-1696	流动比	0.85	0.89	1.09	1.30
					长期投资	-334	-20	-24	-26	速动比	0.37	0.27	0.45	0.63
					其他	-30	0	0	0					
					筹资活动现金流	237	-1937	-118	-109					
					债务融资	911	-1766	-9	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-674	-172	-109	-109					
					现金净增加额	312	-1266	1482	1898					

## 化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

## 分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597